



## **Researchstudie (Update)**

**SYZYGY AG**



**Umsatz- und Ergebnisentwicklung vom Wegfall eines Groß-  
kunden geprägt,  
Prognosen leicht reduziert,  
Anorganische Effekte stützen Geschäftsentwicklung**

**Kursziel: 12,50 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11

## SYZYG AG<sup>\*5a,5b,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 12,50

aktueller Kurs: 10,95  
11.08.17 / XETRA-Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,828  
Marketcap<sup>3</sup>: 141,08  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 126,31  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 47,6 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

EQUINET AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

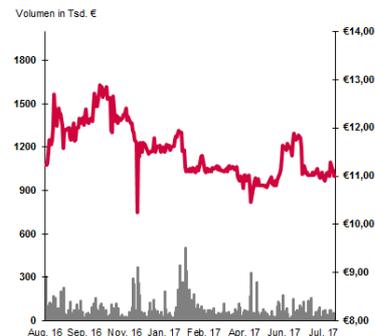
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 623 Stand: 30.06.2017

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Andrew Stevens, Erwin Greiner



SYZYG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing, die 1995 gegründet wurde, mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt über 600 Mitarbeiter und umfasst zehn Einheiten, die für internationale Unternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum von der strategischen Beratung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Online-Kampagnen und Mobile Apps anbietet. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Online Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Affiliate Programme dar. Überdies unterstützt SYZYG Kunden im Bereich Customer Experience sowie Usability und begleitet sie durch alle Phasen des User Centered Design Prozesses. Digitale Illustrationen, Animationen und Gaming komplettieren das Serviceangebot. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie ADAC, AutoScout24, BMW, comdirekt bank, Commerzbank, Daimler, Disney; Fressnapf, KfW, Mazda, L'Oréal, o2 und die Techniker Krankenkasse.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	57,31	64,27	66,47	72,12
EBITDA	7,39	7,37	7,61	8,96
EBIT	5,27	5,60	5,88	7,12
Jahresüberschuss	4,64	4,98	5,07	5,62

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,36	0,39	0,40	0,44
Dividende je Aktie	0,37	0,38	0,40	0,42

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,20	1,97	1,90	1,75
EV/EBITDA	17,09	17,14	16,59	14,09
EV/EBIT	23,97	22,56	21,47	17,73
KGV	30,41	28,33	27,82	25,13
KBV	2,76	2,83		

### Finanztermine

06.09.2017: ZKK - Zürcher Kapitalm. Konf.  
02.11.2017: Q3-Bericht  
27.11.2017: Dt. EK-Forum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
09.05.2017: RS / 12,50 / KAUFEN  
11.04.2017: RS / 12,50 / KAUFEN  
26.01.2017: RS / 12,50 / HALTEN  
03.11.2016: RS / 13,30 / KAUFEN  
05.08.2016: RS / 12,80 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im ersten Halbjahr 2017 hat sich bei der SYZYG AG der Wegfall eines Teilbereiches des BMW-Etats bei der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH weiterhin bemerkbar gemacht. Da die seit November 2016 weggefallenen Umsatzanteile im einstelligen Millionenbereich noch nicht vollständig kompensiert werden konnten, lagen die Nettoumsätze mit 30,28 Mio. € um 1,8 % leicht unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 30,83 Mio. €.
- Aus dem Wegfall des BMW-Plattformatats sind einmalige Aufwendungen entstanden. Diese stehen im Zusammenhang mit der Etatübergabe sowie mit notwendigen Restrukturierungen bei der Berliner Tochtergesellschaft. Dementsprechend weist die SYZYG AG im ersten Halbjahr 2017 eine deutliche Reduktion des EBIT um 28,7 % auf 2,11 Mio. € (1.HJ 16: 2,95 Mio. €) auf, was mit einer entsprechenden Margenreduktion auf 7,0 % (1.HJ 16: 9,6 %) einherging. Gemäß Unternehmensangaben soll aber die Berliner Tochtergesellschaft bis zum Jahresende wieder positive Ergebnisse liefern, so dass es hier im zweiten Halbjahr 2017 zu einer sichtbaren Verbesserung der konzernweiten Ergebnissituation kommen dürfte.
- Insgesamt ist die SYZYG AG weiterhin gut aufgestellt, um an der dynamischen Entwicklung im Bereich des digitalen Marketings teilzunehmen. Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist das anorganische Wachstum, welches durch den Erwerb der USEEDS GmbH sowie der jüngst erworbenen Catbird Seat GmbH weiter forciert wurde. Gemäß unseren Informationen dürfte die in München ansässige Catbird Seat GmbH, als Spezialist für Performance Marketing (Analytics, SEO, SEA, RTA, Content Marketing, Social Media Marketing), bei jährlichen Umsatzerlösen von rund 4,5 Mio. € für 2017 einen anorganischen Beitrag in Höhe von etwa 2,2 Mio. € beisteuern (Einbezug ab dem 01.07.2017).
- In unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2017 und 2018 haben wir einerseits die etwas unterhalb unserer Erwartungen gebliebene Entwicklung der ersten sechs Monate 2017 einbezogen, sowie andererseits erstmalig die anorganischen Effekte aus dem Erwerb der Catbird Seat GmbH berücksichtigt. Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2017 mit einem leichten Umsatzwachstum in Höhe von 3,4 % auf 66,47 Mio. € (bisher: 68,03 Mio. €) und einen leicht überproportionalen EBIT-Anstieg in Höhe von 5,1 % auf 5,88 Mio. € (bisher: 6,70 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr sollte sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene die Rückkehr zum gewohnt dynamischen Wachstum erreicht werden.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 12,50 € (bisher: 12,50 €) ermittelt. Dabei haben sich die kurszielmindernden Effekte und die kurszielerhöhenden Effekte gegenseitig aufgehoben. Kurszielmindernd hat sich dabei die leichte Prognosereduktion ausgewirkt. Kurszielerhöhend hat sich hingegen der so genannte Roll-Over-Effekt ausgewirkt, wonach die Berechnungsbasis auf das Geschäftsjahresende 2018 (bisher: Geschäftsjahresende 2017) „rolliert“ wurde. Überdies hatten wir eine marktgetriebene leichte Reduktion des Beta vorgenommen und haben damit die Kapitalkosten (WACC) mit 7,31 % (bisher: 7,48 %) etwas niedriger angesetzt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 10,95 € (11.08.17; XETRA-Schlusskurs) ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 14,2 % und daher vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

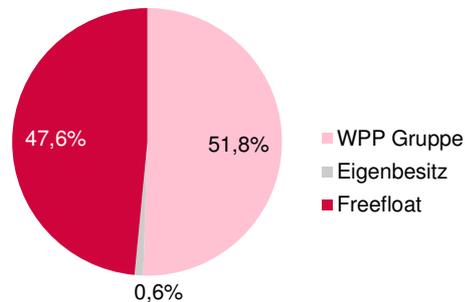
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2017 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2017.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017 .....	7
<b>Prognose und Bewertung.....</b>	<b>8</b>
Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
DCF-Modell.....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

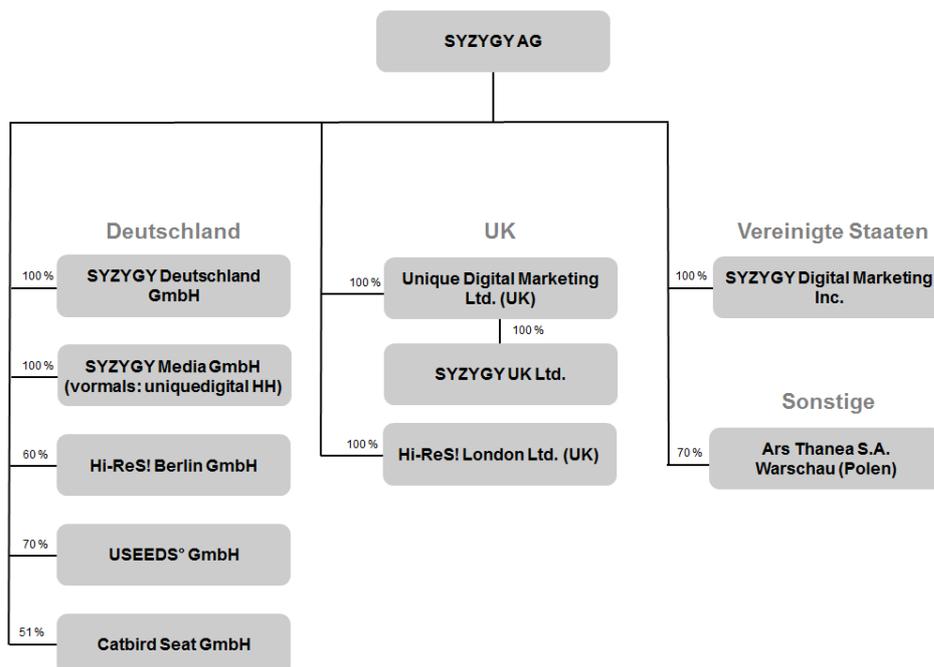
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP Gruppe	51,8%
Eigenbesitz	0,6%
Freefloat	47,6%

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



### Referenzkunden (Auswahl)



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2017

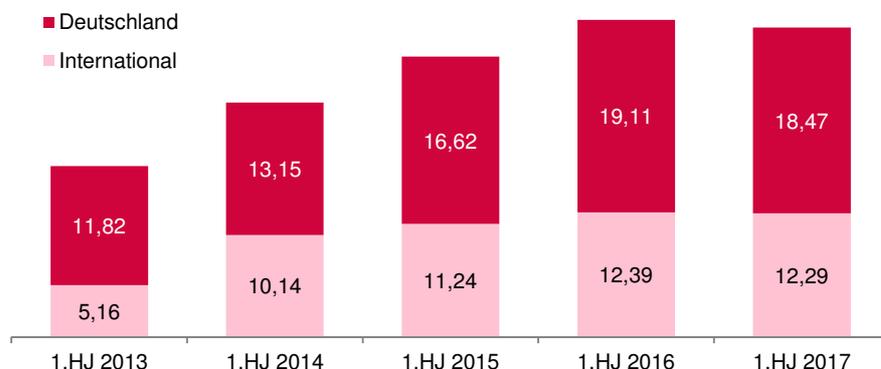
in Mio. €	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017
Umsatzerlöse	27,63	30,83	30,28
davon in Deutschland	16,62	19,11	18,47
davon International	11,24	12,39	12,29
EBITDA (EBITDA-Marge)	3,09 (11,2%)	3,69 (12,0%)	2,91 (9,6%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,55 (9,2%)	2,95 (9,6%)	2,11 (7,0%)
Periodenergebnis*	2,48	2,48	2,59

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; \*nach Minderheiten

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2017

Im ersten Halbjahr 2017 hat der in den vergangenen Geschäftsjahren noch dynamische Wachstumskurs der SYZYGY AG eine Unterbrechung erfahren. Die Nettoumsätze lagen dabei mit 30,28 Mio. € um 1,8 % unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 30,83 Mio. €. Dabei lagen die Umsätze insbesondere im zweiten Quartal 2017, trotz eines leichten Anstiegs gegenüber dem vorangegangenen ersten Jahresquartal, mit -5,6 % deutlich unterhalb der vergleichbaren starken Vorjahresperiode. Gemäß Unternehmensangaben war hierfür in erster Linie der Verlust eines Teilbereiches des BMW-Etats durch die Berliner Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH verantwortlich, welcher im November 2016 erfolgt ist. Entgegen unseren Erwartungen konnten die weggefallenen Umsatzanteile noch nicht kompensiert werden.

### Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

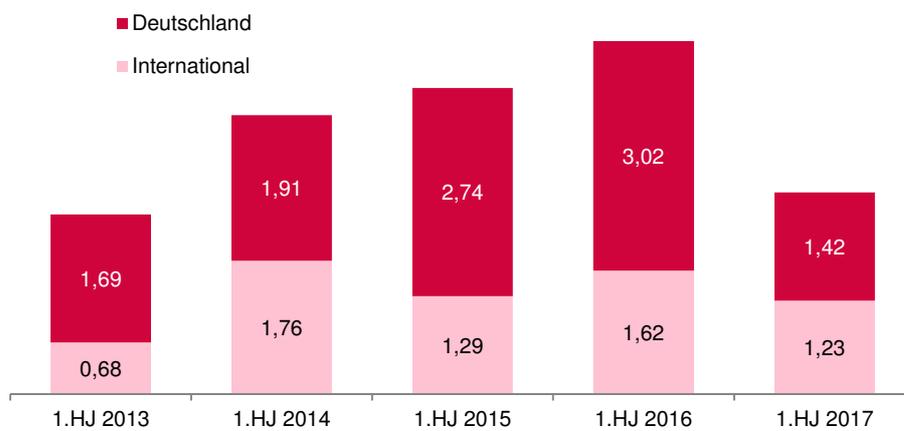
Folglich wird in der regionalen Aufteilung der Umsatzerlöse eine besondere Schwäche bei den inländischen Tochtergesellschaften erkennbar. Der 3,3 %ige Rückgang ist unseren Erkenntnissen zufolge nahezu ausschließlich durch den Wegfall des BMW-Plattformbudgets, welcher jährliche Umsätze im mittleren einstelligen Millionenbereich beigesteuert hatte, begründet.

Analog dazu weisen die internationalen Tochtergesellschaften, mit einem leichten Rückgang in Höhe von -0,8 %, eine insgesamt konstante Umsatzentwicklung auf. Wie von uns erwartet, hatten sich die Umsätze der in UK ansässigen Konzerngesellschaften mit einem Umsatzplus in Höhe von 0,53 Mio. € auf 7,45 Mio. € (1.HJ 16: 6,92 Mio. €) positiv entwickelt. Bei einer im Vergleich zum Vorjahr nahezu konstanten Entwicklung des Wechselkurses und damit fehlenden Wechselkurseffekten, verzeichnete die SYZYGY AG hier einen Anstieg des Geschäftsvolumens. In den USA sowie bei der polnischen Tochter Ars Thanea lag hingegen das Geschäftsvolumen unterhalb des Vorjahres. Hier hatte insbesondere AVIS, als wichtigster Kunde der amerikanischen Tochtergesellschaft, geringere Budgets abgerufen.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017

Analog zum niedrigeren Umsatzniveau weist die SYZYGY AG auch beim EBIT eine deutliche Reduktion um 28,7 % auf 2,11 Mio. € (1.HJ 16: 2,95 Mio. €) auf, was mit einer entsprechenden Margenreduktion auf 7,0 % (1.HJ 16: 9,6 %) einherging. Neben den niedrigeren Umsätzen waren im ersten Halbjahr 2017 bei der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH, infolge des dargestellten BMW-Etatverlustes, einmalige Aufwendungen entstanden. Diese stehen im Zusammenhang mit der Etatübergabe sowie mit notwendigen Restrukturierungen bei der Berliner Tochtergesellschaft. Gemäß Unternehmensangaben soll Hi-ReS! Berlin GmbH bis zum Jahresende wieder positive Ergebnisse liefern, so dass wieder steigende Ergebnismargen erreicht werden sollten.

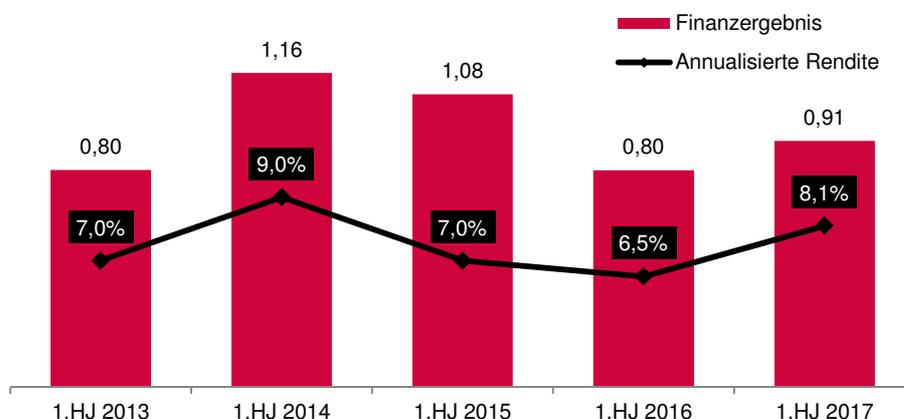
### EBIT-Entwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Beim Nachsteuerergebnis (nach Minderheiten) war die SYZYGY AG, trotz rückläufiger EBIT-Entwicklung, in der Lage, einen Ergebnisanstieg auf 2,59 Mio. € (1.HJ 16: 2,48 Mio. €) vorzuweisen. Ein Grund hierfür war die erneut hervorragende Entwicklung des Finanzergebnisses, welches durch ein aktives Finanzmanagement auf 0,91 Mio. € (1.HJ 16: 0,80 Mio. €) gesteigert wurde. Ausgehend vom durchschnittlichen Finanzmittelbestand entspricht dies einer hohen annualisierten Rendite in Höhe von 8,1 % (1.HJ 16: 6,5 %).

### Finanzergebnis (in Mio. €) und annualisierte Rendite auf den Wertpapierbestand



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Überdies weist die SYZYGY AG erstmalig einen positiven Wert bei den nicht beherrschenden Anteilen auf, was ausschließlich auf die negative Ergebnissituation der

60%igen Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH zurückzuführen ist. Sobald, wie erwartet, diese Tochter bis zum Jahresende wieder positive Ergebnisbeiträge liefert, sollten die Minderheitenanteile künftig wieder zu einer Reduktion des den SYZYGY-Aktionären zustehenden Nachsteuerergebnisses führen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Eigenkapital	51,19	49,79	47,01
EK-Quote (in %)	66,0%	61,6%	52,0%
Goodwill	25,08	33,80	44,29
Working Capital	0,17	-3,37	-0,04
Cashflow - operativ	-2,42	5,93	-2,75
Cashflow – Investition	-2,82	2,12	4,42
Cashflow - Finanzierung	-4,44	-4,86	-5,03

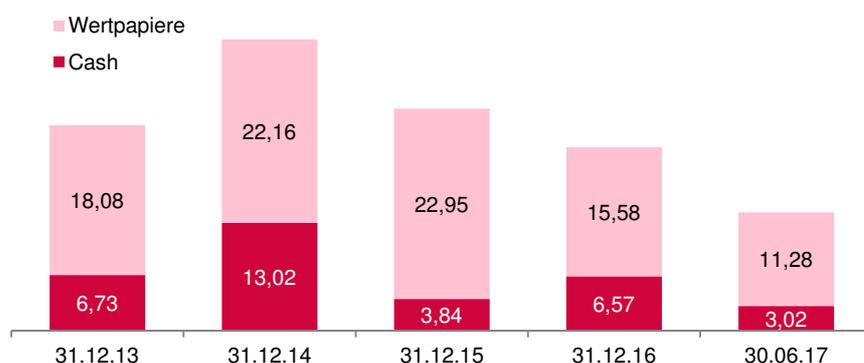
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Vermögenslage der SYZYGY AG hat sich insbesondere durch die Vollkonsolidierung der im Juni 2017 erworbenen Catbird Seat GmbH (Beteiligungsquote: 51 %) verändert. Diese Akquisition, für die bis zum Bilanzstichtag 30.06.2017 eine vorläufige Kaufpreisalokation erfolgt ist, hatte im ersten Schritt eine Bilanzverlängerung auf 90,42 Mio. € (31.12.2016: 80,86 Mio. €) zur Folge. Aktivseitig findet sich diese insbesondere beim Zugang von Geschäfts- und Firmenwerten in Höhe von 10,58 Mio. € auf 44,29 Mio. € (30.06.2017) wieder.

Auf der Passivseite wird der jüngste Unternehmenserwerb durch die deutlich erhöhten langfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 16,52 Mio. € (31.12.16: 6,88 Mio. €) wiedergegeben. Dabei handelt es sich um den Zeitwert der möglichen Anteilsaufstockung (49 %) an der Catbird Seat GmbH.

Die SYZYGY AG verfügt unverändert über eine umfangreiche Liquiditätsausstattung, wengleich diese mit insgesamt 14,30 Mio. € (31.12.16: 22,15 Mio. €) deutlich unterhalb des Bestandes zum Geschäftsjahresende 2016 lag. Im Rahmen der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik wurden dabei im ersten Halbjahr 2017 Dividenden in Höhe von 5,03 Mio. € ausgeschüttet. Darüber hinaus weist die Gesellschaft einen temporären liquiditätswirksamen Anstieg beim Working Capital auf, wodurch der operative Cashflow stichtagsbedingt bei -2,75 Mio. € lag. Zudem weist der SYZYGY-Konzern einen Liquiditätsabfluss aus Investitionstätigkeit auf, welcher sich, bereinigt um Veränderungen beim Wertpapierbestand, auf -0,85 Mio. € belief.

## Entwicklung des Liquiditätsbestandes (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 16	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)
Umsatzerlöse	64,27	68,03	66,47	74,83	72,12
EBITDA	7,37	8,43	7,61	9,52	8,96
EBITDA-Marge	11,5%	12,4%	11,5%	12,7%	12,4%
EBIT	5,60	6,70	5,88	7,68	7,12
EBIT-Marge	8,7%	9,9%	8,9%	10,3%	9,9%
Jahresüberschuss	4,98	5,31	5,07	6,02	5,62

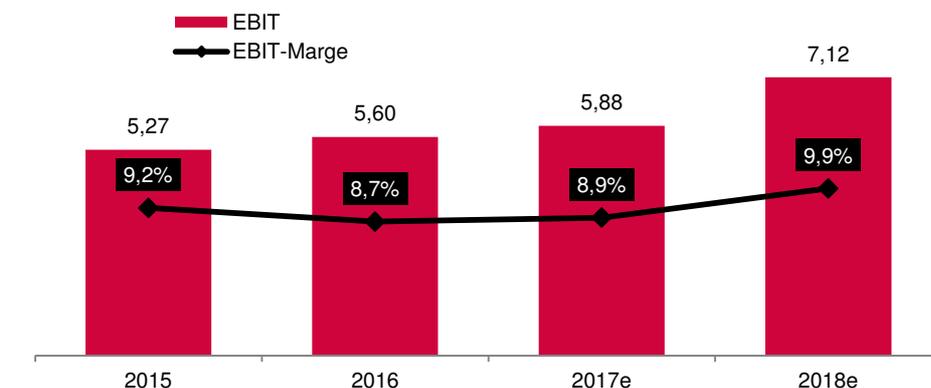
Quelle: GBC AG

Nach den Halbjahreszahlen 2017 bestätigt die SYZGY AG die bisherigen Prognosen, wonach ein leichtes Umsatzwachstum bei einem leicht überproportionalen Anstieg des operativen Ergebnisses in Aussicht gestellt wird. Die aktuellen Prognosen enthalten jedoch auch anorganische Effekte, wie die erstmalig zum 30.06.2017 vollkonsolidierte Catbird Seat GmbH. Gemäß unseren Informationen dürfte der in München ansässige Spezialist für Performance Marketing (Analytics, SEO, SEA, RTA, Content Marketing, Social Media Marketing) bei jährlichen Umsatzerlösen von rund 4,5 Mio. € einen anorganischen Beitrag in Höhe von etwa 2,2 Mio. € beisteuern.

Bisher hatten wir ein Umsatzwachstum (ohne Catbird Seat GmbH) in Höhe von 5,8 % unterstellt. Nach den etwas unter unseren Erwartungen gebliebenen Halbjahresumsätzen rechnen wir nunmehr auf Gesamtjahresbasis mit einer konstanten Umsatzentwicklung zuzüglich anorganischen Umsätzen in Höhe von 2,2 Mio. €. Die sich somit ergebende Reduktion unserer 2017er Umsatzprognose auf 66,47 Mio. € (bisher: 68,03 Mio. €) entspricht der aktualisierten Unternehmensguidance. Für das kommende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von ca. 5,0 % (bisher: 10,0 %) zuzüglich einem anorganischen Wachstum in Höhe von 4,5 Mio. € und erwarten daher Umsätze in Höhe von 72,12 Mio. € (bisher: 74,83 Mio. €).

Ergebnisseitig dürfte das laufende Geschäftsjahr von den Sondereffekten in Verbindung mit dem Verlust des BMW-Portaletats durch Hi-ReS! Berlin GmbH geprägt sein, wenngleich diese im zweiten Halbjahr geringer ausfallen dürften. Die SYZGY AG erwartet für die Berliner Tochtergesellschaft bis zum Jahresende 2017 die Rückkehr in die Gewinnzone. Im kommenden Geschäftsjahr sollte alleine der Wegfall dieser Sondereffekte und Restrukturierungsmaßnahmen auf Konzernebene zu einem entsprechenden EBIT-Margenanstieg führen. Analog zur Unternehmensguidance prognostizieren wir daher für 2017 einen leichten Anstieg der EBIT-Marge auf 8,9 % (bisherige GBC-Prognose: 9,9 %) und in 2018 auf 9,9 % (bisherige GBC-Prognose: 10,3 %).

### Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### **Modellannahmen**

Die SYZYG AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYG AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,10 (bisher: 1,13). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,68) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,31 % (bisher: 7,48 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,31 % (bisher: 7,48 %).

### **Bewertungsergebnis**

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 12,50 € (bisher: 12,50 €) ermittelt. Dabei haben sich die kurszielmindernden Effekte und die kurszielerhöhenden Effekte gegenseitig aufgehoben. Kurszielmindernd hat sich dabei die Prognosereduktion ausgewirkt. Kurszielerhöhend hat sich hingegen der so genannte Roll-Over-Effekt ausgewirkt, wonach die Berechnungsbasis auf das Geschäftsjahresende 2018 (bisher: Geschäftsjahresende 2017) „rolliert“ wurde. Überdies hatten wir eine marktgetriebene leichte Reduktion des Beta vorgenommen und haben damit die Kapitalkosten (WACC) mit 7,31 % (bisher: 7,48 %) etwas niedriger angesetzt.

## DCF-Modell

### SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,5%	ewige EBITA - Marge	11,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,2%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
Umsatz (US)	66,47	72,12	76,45	81,04	85,90	91,05	96,52	102,31	
<i>US Veränderung</i>	3,4%	8,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	19,55	28,85	24,35	24,35	24,35	24,35	24,35	24,35	
EBITDA	7,61	8,96	9,56	10,13	10,74	11,38	12,06	12,79	
<i>EBITDA-Marge</i>	11,5%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	5,88	7,12	8,90	9,31	9,87	10,46	11,08	11,75	
<i>EBITA-Marge</i>	8,9%	9,9%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,8%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,65 28,0%	-1,99 28,0%	-2,49 28,0%	-2,61 28,0%	-2,76 28,0%	-2,93 28,0%	-3,10 28,0%	-3,29 28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	4,24	5,13	6,41	6,70	7,10	7,53	7,98	8,46	
Kapitalrendite	-3004,2%	270,0%	427,3%	213,4%	213,4%	213,4%	213,4%	213,4%	211,8%
Working Capital (WC)	-1,50	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	-2,3%	-1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,87	-0,50	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,40	2,50	3,14	3,33	3,53	3,74	3,96	4,20	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,73	-1,84	-0,66	-0,82	-0,87	-0,92	-0,98	-1,04	
<i>AFA zu OAV</i>	50,9%	73,6%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,90	-0,94	-1,30	-1,01	-1,07	-1,14	-1,20	-1,28	
Investiertes Kapital	1,90	1,50	3,14	3,33	3,53	3,74	3,96	4,20	
EBITDA	7,61	8,96	9,56	10,13	10,74	11,38	12,06	12,79	
Steuern auf EBITA	-1,65	-1,99	-2,49	-2,61	-2,76	-2,93	-3,10	-3,29	
Investitionen gesamt	-6,55	-1,44	-5,97	-3,67	-1,07	-4,68	-5,41	-1,28	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,90	-0,94	-1,30	-1,01	-1,07	-1,14	-1,20	-1,28	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,87	-0,50	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-2,78	0,00	-3,67	-2,66	0,00	-3,54	-4,20	0,00	
Freie Cashflows	-0,58	5,53	1,10	3,85	6,90	3,78	3,55	8,22	183,05

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	136,18	140,60
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	24,43	20,69
<i>Barwert des Continuing Value</i>	111,74	119,91
Nettoschulden (Net debt)	-18,38	-20,08
Wert des Eigenkapitals	154,56	160,68
Fremde Gewinnanteile	-0,30	-0,32
Wert des Aktienkapitals	154,26	160,36
Ausstehende Aktien in Mio.	12,83	12,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,03	<b>12,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
Beta	1,10
Eigenkapitalkosten	7,3%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
210,3%	15,55	13,81	12,43	11,33	10,42
211,1%	15,59	13,84	12,47	11,36	10,45
211,8%	15,64	13,88	<b>12,50</b>	11,39	10,47
212,6%	15,68	13,92	12,53	11,42	10,50
213,3%	15,73	13,96	12,57	11,45	10,52

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst**  
**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)